

Høringsforslag  
om  
**Retningslinjer for å styrke den  
uavhengige finansanalyse**

**Norske Finansanalytikers Forening  
Postboks 1276 Vika  
N-0111 Oslo**

**E-post: [nff@finansanalytiker.no](mailto:nff@finansanalytiker.no)  
Internett: [www.finansanalytiker.no](http://www.finansanalytiker.no)**

**Oslo, 22. mai 2003**

# Innhold

1. Rapportens formål
2. Bakgrunn
3. Mandat
4. Gjeldende rett
  - 4.1 Innledning
  - 4.2 Krav til organisering, herunder håndtering av informasjon
  - 4.3 Opplysningsplikt vedrørende interessekonflikter
  - 4.4 Krav om god forretningskikk
5. Forhold som kan true finansanalytikerens uavhengighet
  - 5.1 Internt i verdipapirforetak / finanskonsern
  - 5.2 Investorer
  - 5.3 Utstedere av verdipapir
  - 5.4 Media
6. Tiltak for å redusere utilbørlig påvirkning av finansanalytikere
  - 6.1 Internt i verdipapirforetak / finanskonsern
  - 6.2 Investorer
  - 6.3 Utstedere av verdipapir
  - 6.4 Media

## 1. Rapportens formål

Et av Finansanalytikerforeningens formål er å bidra til et godt fungerende finansmarked.

NFF mener at et godt fungerende finansmarked bl a krever at markedet har tilgang til et tilstrekkelig stort tilbud av finansanalyser basert på høy faglig kompetanse, integritet og uavhengighet hos den enkelte analytiker og i de foretak analytikerne er knyttet til. Videre er det nødvendig at alle markedsaktørene (verdipapirforetak, investorer, utstedere og media) respekterer den enkelte analytikers vurderinger og konklusjoner uten på noen måte å utsette analytikeren for utilbørlig påvirkning eller press.

NFF ønsker med denne uttalelsen å gi finansanalytikerne støtte i utøvelsen av den uavhengige analyse. Videre ønsker NFF å gi uttrykk for hvordan markedsaktørene, gjennom sin adferd overfor finansanalytikere, kan bidra til dette.

Utvalgets medlemmer er:

John Giverholt, finansdirektør, Ferd, formann  
Harald Espedal, adm. dir., Skagenfondene  
Lisbeth Lindberg, direktør Investor Relations, Gjensidige NOR  
Glen Rødland, direktør corporate, First Securities  
Atle Vereide, finansanalytiker, Orkla Enskilda Securities

## 2. Bakgrunn

Spørsmålet om hvordan den uavhengige analysefunksjon kan sikres er viktig for norsk næringsliv generelt og kapitalmarkedet spesielt. Den enkelte utsteder av verdipapirer er avhengig av at virksomheten prises "riktig" i markedet for derigjennom å få den "riktige" kapitalkostnaden. For de institusjonelle investorene som i stor grad forvalter kundenes langsiktige sparemidler er det avgjørende at markedet generelt har tillit og skaper nødvendig tillit hos disse. For å oppnå dette er det ikke tilstrekkelig at markedsaktørene opererer innenfor lovens grenser. Deres adferd må også være etisk forsvarlig.

Lovgivningen som styrer det norske verdipapirmarkedet er omfattende og streng. NFF mener at intensjonen bak dagens lovverk er tilstrekkelig til å regulere markedet, dersom de involverte aktører er seg sitt ansvar bevisst. De tiltak som foreslås i denne uttalelsen er ment å bidra til slik bevisstgjøring. Likeledes er tiltakene ment å være forpliktende for NFFs medlemmer.

Sett fra en utstедers perspektiv er det viktig at de samlede tjenester som leveres fra verdipapirforetakene blir utført på en mest mulig kostnadseffektiv måte. Dersom de tjenester som et integrert verdipapirforetak i dag leverer, må stykkes opp på flere leverandører vil dette kunne medføre økte kostnader for utstedere av verdipapirer samtidig som den enkelte rådgivers ansvar, for eksempel i en corporate finance transaksjon, lett kan bli redusert.

De antatt positive sider ved dagens fullservice verdipapirforetak må imidlertid ikke gå på bekostning av analyseavdelingens uavhengighet og tilliten til verdipapirforetakene i markedet.

### 3. Mandat

Komiteén skal vurdere ulike aktører i kapitalmarkedet som kan påvirke analytikernes uavhengighet i forbindelse med utarbeidelse av finansanalyser. Med utgangspunkt i lover, forskrifter og NFFs vedtekter og normer skal komiteén fremme forslag til tiltak som foreningens medlemmer og andre markedsaktører bør iverksette for å forhindre utilbørlig press på analytikere, enten presset skriver seg fra verdipapirforetak (internt), investorer, utstedere av verdipapirer eller media.

### 4. Gjeldende rett

#### 4.1. Innledning

Verdipapirhandelloven stiller krav til organisering og utøvelse av verdipapirforetak samt om opplysningsplikt i og behandling av finansanalyser. Grensen mellom det tillatte og det ulovlige bestemmes imidlertid i stor grad av lovens generelle krav til "god forretningsskikk".

Nedenfor gis en kortfattet gjennomgang av hva som må kunne anses som gjeldende rett, basert på lov, forarbeider, EU-retten, uttalelser og avgjørelser fra Kredittilsynet, Meglerforbundet og Finansanalytikerforeningen. Utviklingen internasjonalt må også tillegges en viss vekt.

#### 4.2. Krav til organisering, herunder håndtering av informasjon

Det skal foreligge informasjonssperre ("Chinese Walls") som faktisk hindrer at konfidensiell og kursrelevant informasjon fra corporate virksomheten tilflytter bl a analyseavdelingen/analytikerne, jfr vphl kap 2 og § 9-8. Dette innebærer blant annet at analyse- og corporate avdelinger må skilles fysisk.

Analytikere kan til en viss grad "løftes over veggen" for å arbeide med corporate oppdrag. Analytikere som har vært "over veggen" kan imidlertid ikke utgi analyser om samme selskap umiddelbart etter at "corporate begivenheten" er offentliggjort. Vphl § 2-2 annet ledd stenger for at det kan offentliggjøres analyser som innebærer salgs- eller kjøpsanbefalinger utarbeidet av en analytiker som har innsideinformasjon, selv om analysen ikke direkte bygger på slik informasjon. Analytikere kan ikke flyttes hyppig frem og tilbake "over veggen" slik at "Chinese Walls" kravet uthules og tilliten til analytikernes analyser svekkes.

Ansatte i corporate avdelingen kan i utgangspunktet ikke diskutere kundeforhold med ansatte i analyseavdelingen med mindre det foreligger saklig grunnlag for dette. Analytikeren kan heller ikke benytte seg av informasjon som er underlagt taushetsplikt etter vphl § 9-8, med mindre vedkommende opplysningene angår gir samtykke til dette.

#### 4.3. Opplysningsplikt vedrørende interessekonflikter

Etter vphl § 9-2 femte ledd skal verdipapirforetaket i sine analyser opplyse om forhold som er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet. Kjenner analyseavdelingen ikke til corporate oppdraget, anses ikke slik tvil å foreligge. Der en analyse utarbeides som del av eller i tilknytning til et corporate oppdrag, skal dette eksplisitt fremkomme av analysen. Det gjelder også foretakets egeninteresser i form av indirekte eller direkte eierandeler i utsteder.

Det er ikke tilstrekkelig med generelle "disclaimers". Har foretaket økonomiske interesser i det selskapet analysen gjelder eller det på annen måte foreligger forhold som er egnet til å påvirke foretakets habilitet, skal dette eksplisitt opplyses.

#### 4.4 Krav om god forretningsskikk

God forretningsskikk er særlig et spørsmål om lojalitet, forebyggelse av interessekonflikt, aktsomhet, profesjonalitet, kompetanse og uavhengighet.

Lojalitetskravet etter vphl § 9-2 første ledd nr 1 og 6 medfører at verdipapirforetakets interesser må vike i tilfelle en interessekonflikt oppstår mellom foretaket og en kunde. Verdipapirforetaket kan heller ikke gjennom sin analysevirksomhet forskjellsbehandle kundene uten at det foreligger saklig grunnlag, jfr vphl § 9-2 første ledd nr 6. På bakgrunn av ISD og EU-retten for øvrig, virker det rimelig å anta at et verdipapirforetak ikke kan forskjellsbehandle kunder utelukkende basert på økonomiske hensyn for verdipapirforetaket.

Avgir en analytiker et råd, vil det i utgangspunktet være illojalt å handle mot sin egen anbefaling. Analytikeren må kunne stå inne for sine egne vurderinger.

Krav om å unngå interessekonflikter følger av vphl § 9-2 første ledd nr 6. Plikten medfører at foretakene må innrette sin virksomhet slik at risikoen for at foretakets egne interesser kolliderer med kundens, eventuelt at flere kunders interesser kommer i motstrid, blir minst mulig. Et eksempel på en interessemotstridssituasjon er der det oppstår spenning mellom foretakets corporate og analyse virksomhet som følge av at en negativ analyse vil kunne redusere sjansen for et corporate oppdrag. Plikten til gi kundens interesser forrang vil her medføre at foretaket ikke kan la sine interesser gå foran analysekundens interesse av en korrekt vurdering.

Verdipapirforetak må i sin analysevirksomhet utøve tilbørlig aktsomhet, jfr vphl § 9-2 første ledd nr 1. Kravet til aktsomhet medfører blant annet at analytikeren må være realistisk i sine vurderinger. I tillegg må en analytiker påvise tvil der dette fremkommer under analyseprosessen, samt peke på hvilke vurderinger som er foretakets egne. Det må også opplyses om forhold som kan medføre en særlig risiko for eventuelle investorer.

Et verdipapirforetak må utvise en høy grad av profesjonalitet når det utarbeider analyser, jfr vphl § 9-2 første ledd nr 2 og 3. Dette innebærer for det første et krav om at analytikerne må inneha den nødvendige generelle kompetansen for å utføre analyseoppdrag samt spesiell kompetanse dersom analyseobjektet krever dette. Det må videre antas at verdipapirforetaket må allokere nødvendige ressurser slik at kravene til innhold møtes og analysen utferdiges på faglig forsvarlig måte. Analytikeren må videre være nøktern, saklig og etterstrebe korrekthet i sine vurderinger.

Verdipapirforetakenes analyser skal som utgangspunkt være objektive. Kravet følger indirekte av vphl. § 9-2 femte ledd. Av uavhengighetskravet følger det at analytikeren skal opptre uavhengig av kunden når han foretar sine faglige vurderinger, med mindre noe annet fremgår av analysen. Hensynet til verdipapirforetakets interesser kan heller ikke være avgjørende eller styrende for de faglige vurderingene som analytikeren gir uttrykk for i sine analyser.

## **5. Forhold som kan true finansanalytikerens uavhengighet**

I verdipapirmarkedet er store verdier involvert, og det er mange aktører som har ulike økonomiske interesser. Finansanalyser har betydning for prisingen av verdipapirer og det kan ikke utelukkes at markedsaktører vil søke å fremme egne interesser på en utilbørlig måte. Det må likevel presiseres at det primære ansvar for en analyses

integritet og uavhengighet ligger hos den enkelte analytiker og dennes foresatte i verdipapirforetaket. Dette er slått klart fast i NFFs etiske regler.

En finansanalytiker har som profesjonell aktør i finans- og verdipapirmarkedet, spesielle aktsomhetskrav rettet mot seg med hensyn til å ivareta brukeres interesser og markedets integritet. Finansanalytisk virksomhet skal skje på et profesjonelt og uavhengig grunnlag” – (NFFs etiske regler pkt 3.3 Aktsomhetskrav). I dette ligger det at analysens forutsetninger og informasjonskilder må behørig kunne dokumenteres.

*En finansanalyse skal være nøktern og saklig og avspeile de konklusjoner det er funnet frem til under analyseprosessen. Forutsetningene for analysens konklusjoner skal fremgå, og det skal redegjøres for de sikkerhets- og risikovurderinger som er gjort. Kildemateriale, notater og beregninger for analysen skal oppbevares slik at det vil være mulig å kunne dokumentere analysearbeidet i rimelig ettertid.* (NFFs etiske regler pkt 3.7 Spesielle virksomhetskrav: Finansanalyse).

Publisering av konsensusestimater både i pressen og av selskaper som samler inn estimater fra de ulike meglerhusene, kan også medføre at analytikere vegrer seg for å avvike betydelig fra konsensus. Avvik fra konsensus gjør at en blir mer synlig og således eksponerer sin kompetanse/vurdering for senere gjennomganger av estimater og anbefalinger av pressen (og investorer). Denne tendensen til at analytikere dras mot konsensus, undertrykker det reelle utfallsrommet for estimater, og dermed undertrykkes usikkerheten i markedet.

NFF er av den oppfatning at analytikerne i minst mulig grad bør la seg influere av konsensusestimater og –oppfatninger. Analytikerne skal være uavhengige både overfor utsteder, andre avdelinger internt i verdipapirforetaket og av andre analytikers oppfatning (konsensus).

#### 5.1. Internt i verdipapirforetak / finanskonsern

Verdipapirforetakets corporate finance virksomhet vil ofte ha interesse av positive analyser av børsnoterte selskaper for å komme i en rådgiverrolle eller som leverandør av andre finansiell tjenester. Utsteder velger sjelden eller aldri rådgiver til emisjoner, plasseringer eller oppkjøp fra verdipapirforetaket som har en negativ anbefaling til aksjen. Det faktum at corporate finance oppdrag eller andre finansielle tjenester kan gi god lønnsomhet for verdipapirforetaket eller finanskonsernet, kan bidra til at analytikere utsettes for et internt press for å bidra til at en positiv relasjon mellom verdipapirforetaket / finanskonsernet og utsteder opprettholdes eller skapes.

Det synes å være mer regel enn unntak at den øverste ledelse i verdipapirforetak har sin hovedbeskjeftigelse innenfor corporate finance området. Også i selskaper hvor det finnes en person som utelukkende er administrativ leder, er det ofte grunn til å mene at det reelle lederskapet og innflytelse med hensyn til avlønning av ansatte i verdipapirforetaket ligger hos aktive eiere som har sitt primære virke innenfor corporate finance. Følgelig kan det være grunn til å frykte at interesser innen corporate finance området kan påvirke analytikere utilbørlig.

I motsatt retning kan man anføre at verdipapirforetaket vil fremheve egen analytisk kompetanse i kamp om corporate finance oppdrag. Dersom selskapets analytikere går corporate markedets ærend snarere enn å utføre uavhengig analyse, vil det straffe seg i annenhåndsmarkedet ved fallende markedsandeler – og ved at analytikerens anseelse faller. Eksterne rangeringer og direkte tilbakemeldinger fra kundene i annenhåndsmarkedet bør utgjøre et betydelig korrektiv både til verdipapirforetaket og til den enkelte analytiker.

## 5.2 Investorer

Investorer har i sine aksjeporteføljer som oftest enkelte større investeringer som har betydelig innvirkning på porteføljens samlede verdiutvikling absolutt og/eller relativt til dens referanseindeks.

Investorer tar sine investeringsbeslutninger på bakgrunn av et informasjonsgrunnlag som kan bestå av informasjon fra utstederen selv (regnskapsrapporter/ presentasjoner), egne analyser, analyser utarbeidet av meglerhus og artikler i media.

Hvorvidt sentrale analytikere har kjøps- eller salgsanbefaling på en aksje kan ha kurseffekter på aksjen – særlig gjelder dette ved brå endringer i anbefalingen eller i inntjeningsestimatene. Forventningene om en slik kurseffekt kan føre til at enkelte investorer ønsker å påvirke analysen som lages i et verdipapirforetak enten ved å presse analytikeren direkte eller indirekte gjennom andre personer tilknyttet foretaket. Investorens pressmiddel er først og fremst av økonomisk karakter.

## 5.3 Utstedere av verdipapir

Det er i utstedernes interesse at det publiseres finansanalyser av høy kvalitet. Det som skiller en god analyse fra en gjennomsnittlig analyse, kan være analytikerens bransjekunnskap og evne til å sette selskapsspesifikk informasjon inn i en større sammenheng. En god analyse er ikke definert som en analyse med kjøpsanbefaling.

Utstedere kan ha interesse av å påvirke en finansanalytikers konklusjoner. Fordi analytikerne er avhengige av å ha tilgang til utsteder i form av møter, telefonkontakt og tilgang til utsteders generelle informasjonsstrøm til markedet, vil utsteders press på analytikerne ha form av å forskjellsbehandle analytikere og verdipapirforetak ut fra analytikerens anbefalinger. Et slikt press vil kunne påvirke analytikerens uavhengighet både fordi analytikeren vil prøve å tilpasse seg slik at informasjonsflyten fungerer og fordi det kan legges press på analytikeren fra eget foretak.

Utsteder har over tid egeninteresse av at analytikeren kan opptre uavhengig da en "bundet" analytiker over tid vil miste troverdighet blant investorene, og interessen for utsteders papirer kan avta. Det samme vil være tilfellet dersom markedet erfarer at en analytiker opptre som "utsteders talerør".

Det står enhver analytiker fritt å vinkle sin analyse, men dersom analytikeren baserer sitt arbeid på feilaktig informasjon eller åpenbare misforståelser vedrørende forhold som er selskapsspesifikke og som selskapet selv kontrollerer, må utsteder kunne formidle dette til analytikeren uten at det fremstår som press.

Det må forventes at utstedere i emisjonssammenheng velger et verdipapirforetak med en analytiker som har en kjøpsanbefaling på utstederens aksjer. Det er samtidig naturlig at analytikeren i en slik sammenheng vil søke å vinkle sin analyse på en positiv måte. I dette ligger en iboende konflikt, hvilket er godt kjent blant markedsaktørene.

## 5.4 Media

Medias rolle i finansmarkedet har økt betydelig de siste 5-10 årene. Alle deler av finansmarkedet analyseres og omtales av pressen, så som daglig handel, utgivelse av analyser/anbefalinger, emisjoner og fusjoner/fisjoner. På samme måte som i politikken hvor pressen betegnes som den fjerde statsmakt, har dens rolle i finansmarkedet fått en form som gjør at den må være seg sin rolle bevisst og ikke bruke denne rollen/makten utilbørlig. Analytikere er også blitt mer bevisst pressens rolle. En analyse som refereres i pressen, får ofte betydelig større gjennomslagskraft.

Pressens kritiske blikk på analyser og transaksjoner i markedet kan også medføre at analytiker vegrer seg mer for å skrive bl.a. salgsanbefalinger eller kontroversielle analyser fordi dette kan lede til sterk fokus på "konflikten" med selskapet. Konflikt med selskapet kan direkte og indirekte påvirke verdipapirforetakets mulighet til å få fremtidige corporate oppdrag for selskapet, selv om analytikeren endrer anbefaling på et senere tidspunkt.

## **6. Tiltak for å redusere utilbørlig påvirkning på analytikere**

Komiteén har konkludert med at flere aktører enn de som omfattes av verdipapirforetaket, må utøve aktsomhet for å sikre en fri finansanalyse. I det etterfølgende foreslås tiltak for verdipapirforetak, investorer, utstedere og media.

### 6.1 Internt i verdipapirforetak / finanskonsern

NFF mener at det i det norske marked ikke bør innføres et generelt forbud mot å drive analysevirksomhet, meglervirksomhet og corporate finance aktiviteter i samme verdipapirforetak, såkalte integrerte verdipapirforetak, selv om det i en slik forretningsmodell er innebygget mulige interessekonflikter.

Et forbud mot integrerte verdipapirforetak vil antagelig medføre at antallet analysemiljøer i Norge vil bli betydelig redusert. Samtidig er det et faktum at det kun er et fåtall norske bedrifter som er av en størrelse og har en likviditet i sine papirer (dekker også obligasjoner) som gjør at de regelmessig blir gjenstand for analyse fra internasjonale verdipapirforetak. Det samlede tilbudet av analyser av norske selskaper vil antagelig falle under et akseptabelt minimum.

Følgelig burde markedskreftene være et betydelig incitament til ryddig opptreden fra verdipapirforetak forutsatt at både foretakets ledelse (eiere) og analytikere har et langsiktig perspektiv på virksomheten. Dette er kanskje ikke alltid tilfellet, fordi kortsiktig avlønning kan synes svært forlokkende holdt opp mot mer langsiktig og mindre sikker avkastning.

Verdipapirforetak bør ha interne retningslinjer som understreker analytikernes uavhengighet og hvor ledelsen og eierne av verdipapirforetaket forplikter seg til ikke å påvirke foretakets analytikere utilbørlig.

Verdipapirforetaket må sørge for at den enkelte analytikers avlønning ikke knyttes direkte til inntekter på corporate siden. At den samlede lønnsomheten for det integrerte verdipapirforetaket, inklusive inntekter fra corporate aktiviteter, også reflekteres i analytikerkorpsets avlønning må imidlertid aksepteres.

Incentivstrukturene bør bidra til langsiktighet for alle ansatte i verdipapirforetaket og derigjennom redusere risiko for kortsiktige disposisjoner.

Det bør fremgå av publiserte analyser hvorvidt verdipapirforetaket har eller har hatt rådgivningsoppdrag for selskapet analysene gjelder. Det bør alltid informeres om hvorvidt foretaket, på generelt grunnlag, vil ta imot corporate oppdrag i selskaper som foretaket analyserer.

Det bør være en "karantenetid" på minimum 6 måneder før en analytiker som har vært involvert i et corporate finance oppdrag, kan utgi en analyse på samme foretak (black-out-period).



## 6.2 Investorer

Investorer som tar investeringsbeslutninger på vegne av kunders midler slik som livsforsikringsselskaper, aktive forvaltere og fondsforvaltningsselskaper bør ha skriftlige retningslinjer for sitt forhold til finansanalytikere som forhindrer egne ansatte fra å:

- Redusere eller stoppe handel med et meglerfirma, eller true med å gjøre dette, på bakgrunn av at man misliker anbefalinger eller varslede anbefalinger gitt av analytiker ansatt i verdipapirforetak.
- Oppfordre en utsteder eller andre til å straffe finansanalytikere på bakgrunn av anbefalinger eller varslede anbefalinger som finansanalytikeren gir.

Disse retningslinjene skal være offentlig tilgjengelig.

## 6.3 Utstedere av verdipapir

Utstedere bør avgi en årlig erklæring der utsteder anerkjenner finansanalysen som en uavhengig profesjon. Erklæringen bør publiseres i årsrapporten og i andre media der dette er naturlig (eksempelvis internett).

I erklæringen bør utsteder bekrefte at:

- Utsteder anerkjenner finansanalysen som en uavhengig profesjon.
- Alle analytikere behandles likt.
- Utsteder ikke legger press på analytikerne i forbindelse med analyser.
- Utsteder organiserer sin aktivitet overfor et verdipapirforetak på en slik måte at foretaket selv kontrollerer når en analytiker eventuelt skal involveres i et corporate oppdrag.

Ved vurdering av kandidater til Stockman-prisen vil NFF legge vekt på om en slik erklæring forefinnes.

## 6.4 Media

Pressen bør øke aktsomhetsnivået generelt ("Vær Varsom Plakaten" gjelder også finansstoff) og må være seg bevisst sin makt og påvirkningskraft også når det gjelder finansrettede reportasjer og artikler. Dette innebærer blant annet:

- Artikkelen må være balansert. En salg- eller kjøpsanbefaling er vanligvis en konklusjon på en lengre analyse med både positive og negative faktorer. Det bør i så fall fremgå av artikkelen.
- Analytikeren bør alltid kontaktes for utfyllende kommentar før en artikkel vedrørende en analyse eller anbefaling publiseres, da forutsetningene raskt kan ha endret seg.
- Dersom anonyme kilder eller ikke navngitte analytikere brukes, må det vises ekstra varsomhet med hensyn til informasjonens validitet.